

Analiza IPO DADELO

Autor: Paweł Malik



Harmonogram oferty

4-11 grudnia 2020 r. przyjmowanie zapisów od Inwestorów Indywidualnych (do dnia **11 grudnia 2020 roku (piątek) do godz. 15:00**) – UWAGA!!! Koniec zapisów o godz. 15, a nie do końca dnia

Do 14 grudnia 2020 r. ustalenie i opublikowanie ostatecznej liczby Akcji Oferowanych, ostatecznej liczby Akcji Oferowanych poszczególnym kategoriom Inwestorów oraz Ostatecznej Ceny Akcji Oferowanych

18 grudnia 2020 r. przydział Akcji Oferowanych („Data Przydziału”), zamknięcie Oferty

około 2 tygodni od przydziału Akcji Oferowanych przewidywany termin rozpoczęcia notowania Praw do Akcji („PDA”) na GPW

około 1 miesiąca od przydziału Akcji Oferowanych przewidywany termin rozpoczęcia notowań Akcji Istniejących oraz Nowych Akcji (akcje po PDA) na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW

Przedmiot działalności

Dadelo to sklepy internetowe sprzedające rowery oraz pozostałe produkty związane z turystyką rowerową – części, akcesoria i odzież kolarską.

Sprzedaż prowadzona jest poprzez 2 sklepy :



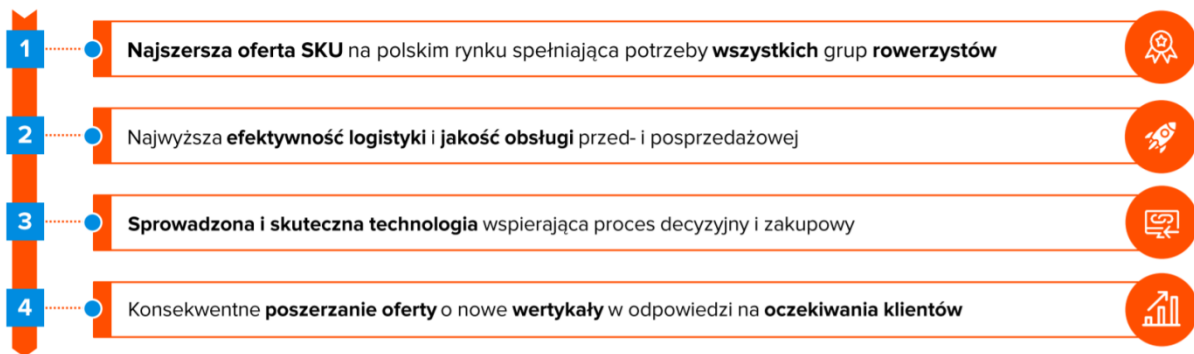
CentrumRowerowe.pl (kluczowy)



Dadelo.pl

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Czynniki stojące ze sukcesem CentrumRowerowe.pl:



Spółka uznaje się za lidera sprzedaży online rowerów w Polsce, chociaż jej **udział w rynku szacuje na zaledwie 1%**.

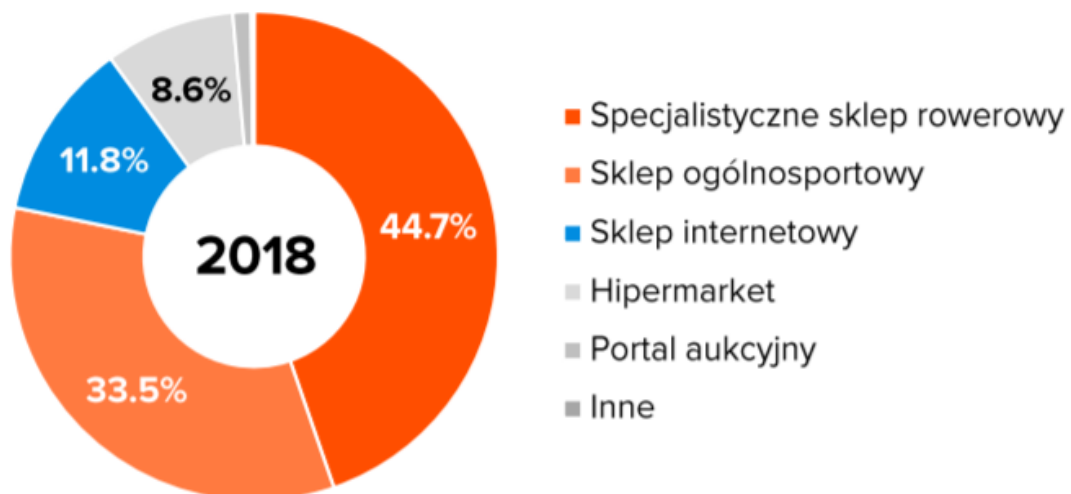
Celem jest zdobycie 10% udziału w rynku.

Rynek

W Prospekcie (str.77) spółka szacuje roczną sprzedaż rowerów w Polsce na 1,5 mln sztuk, a wartość na ok. 2 mld zł. Rynek części i akcesoriów rowerowych to kolejne 2 mld zł. Tym samym cały rynek szacowany jest na 4 mld zł sprzedaży rocznie.

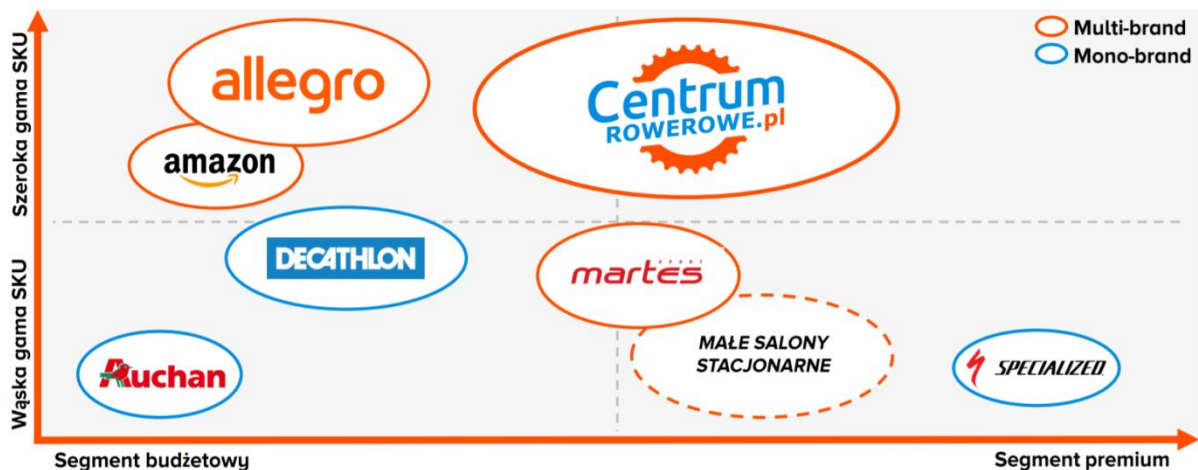
Liderem sprzedaży internetowej jest platforma Allegro, ale patrząc na pojedynczego sprzedawcę Dadelo uznaje siebie za „absolutnego lidera” pomimo posiadania zaledwie ok. 1% udziału w rynku.

Poniżej wykresy z podziałem rynku:



Rynek zdominowany jest przez specjalistyczne sklepy rowerowe oraz sklepy ogólnosportowe.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.



Decathlon, który jest liderem sprzedaje głównie rowery swojej marki.

Na Allegro sprzedawane są głównie rowery tańsze.

Przewagą CentrumRowerowe.pl jest posiadanie najszerszej oferty z dostępnością w magazynie. Dzięki IPO spółka chce pozyskać środki na zwiększenie ilości produktów dostępnych z natychmiastową dostawą.

Obsługa logistyczna odbywa się z magazynu w Bydgoszczy, który spółka planuje rozbudować. Szybka bezpłatna dostawa to kolejne przewagi konkurencyjne sklepu CentrumRowerowe.pl.

Dostawa rowerów odbywa się w 3 opcjach (wyboru dokonuje klient):

- dostawa bezpłatna z własnym montażem;
- dostawa zmontowanego roweru (99 zł);
- dostawa do wybranego serwisu rowerowego, w którym zostanie wykonane złożenie (koszt zgodny z cennikiem serwisu);

Wg Spółki sklep CentrumRowerowe.pl oferuje ok. 12 000 produktów około 300 marek takich jak Abus, Continental, Elite, Endura, Giro, Hamax, Kellys, Kross, Maxxis, Northwave, Romet, Schwalbe, Shimano, Sigma, SKS, SRAM, Thule, Tacx, Topeak oraz Uvex.

Posiada też markę własną EYEN (części, akcesoria, odzież) i UNITY (tanie rowery). W I półroczu 2020 r. sprzedaż marek własnych odpowiadała za 2,5% sprzedaży. Cel -> 20%.

Rzeczywista ilość produktów w ofercie na stronie CentrumRowerowe.pl (trzeba jednak pamiętać, że grudzień to okres poza sezonem):

- Rowery 308 produktów – 25 marek (główne BH, KELLYS, KROSS, ROMET, UNITY),
- Akcesoria 1615 produktów,
- Trenażery 56 produktów,
- Części 1904 produkty,
- Narzędzia 246 produktów,
- Odzież i kaski – 2121 produktów,
- Outdoor – 549 produktów.

Sprzedaż jest sezonowa – kluczowa jest wiosna i lato (2 i 3 kwartał).

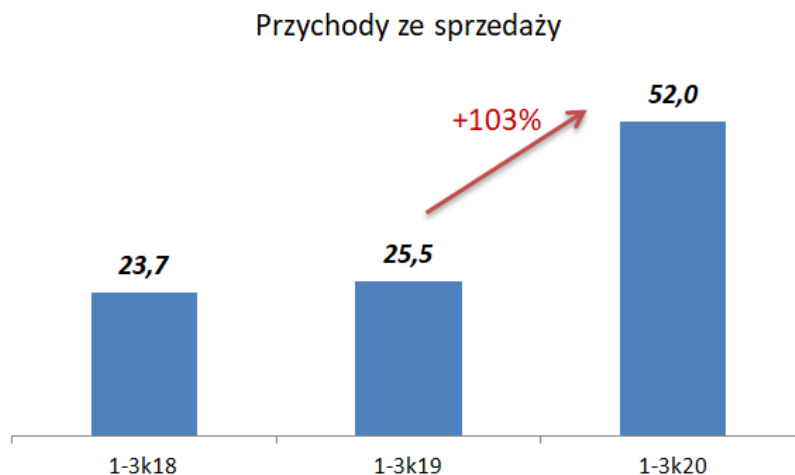
Istotną częścią biznesu jest pozyskiwanie nowych klientów oraz zachęcanie dotychczasowych klientów do dodatkowych zakupów. Spółka korzysta w tym zakresie z doświadczeń Grupy OPONEO.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Wyniki w 2020 r.

W okresie 9 miesięcy 2020 łączna liczba użytkowników wyniosła 127,2 tys., z których 95,6 tys. to użytkownicy nowi, a 31,6 tys. to użytkownicy powracający.

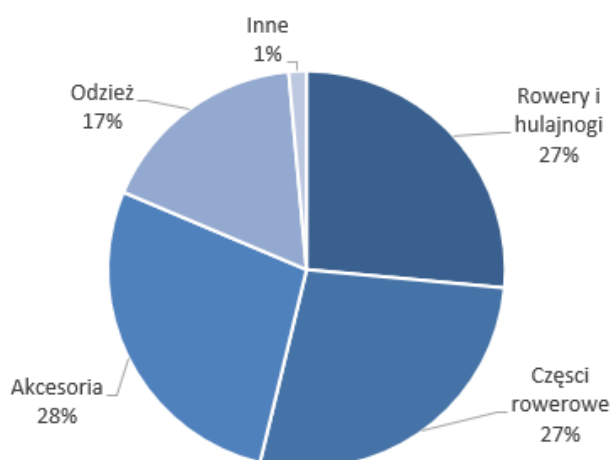
Przychody ze sprzedaży po 3 kwartałach 2020 roku wynoszą 52 mln zł (+104% r/r).



Widać olbrzymi skok w 2020 roku.

Struktura sprzedaży:

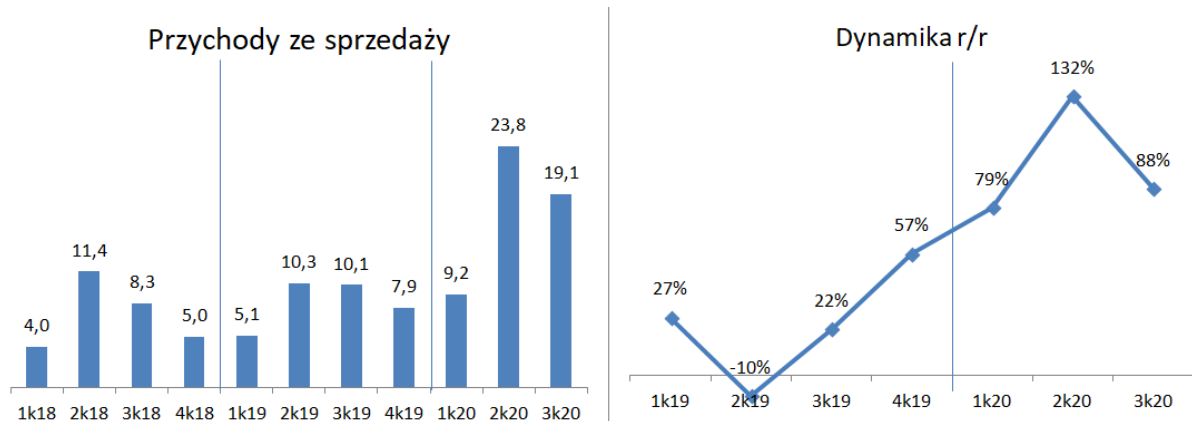
	9 miesięcy zakończone 30 września	
	2020 r.	2019 r.
Rowery i hulajnogi	13.769	4.605
Części rowerowe	14.211	9.222
Akcesoria**	14.358	7.498
Odzież***	8.947	3.504
Inne.....	747	635
Razem.....	52.032	25.464



Jak widać sprzedaż rowerów to ok. 1/4 przychodów. Większą część stanowi „after-market”, który zazwyczaj rośnie w ślad za sprzedażą podstawowego produktu, jakim tu są rowery.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Sprzedaż w poszczególnych kwartałach:



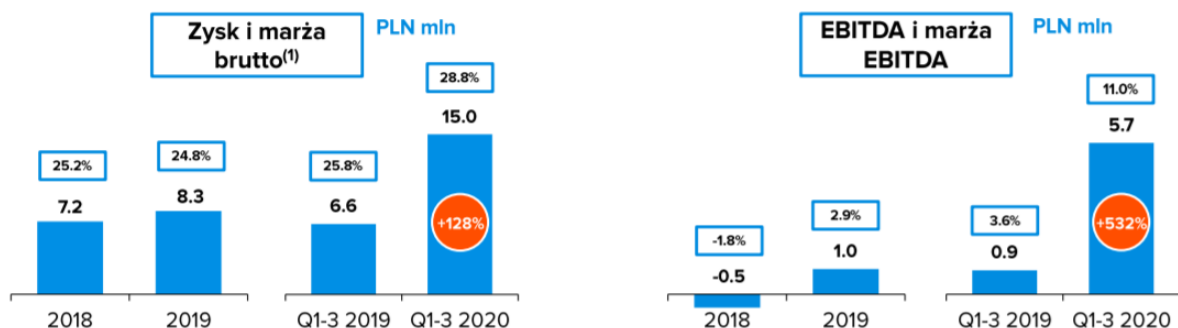
OPONEO w lutym 2019 r. przejęło 37% akcji DADELO stając się jedynym akcjonariuszem i wdrożyło w pełni swoje „rządy” zmieniając m.in. Zarząd (obecny skład jest od 1 stycznia 2020 r.). Wprowadzono m.in. bezpłatną dostawę oraz program lojalnościowy dla klientów.

Efekty zmian widać od 2 półrocza 2019 r. Już w 4 kwartale 2019 r. sprzedaż wzrosła o 57%.

Sprzedaż została zintensyfikowana w 2020 r. w związku z pandemią koronawirusa. Polacy rzucili się na rowery (w związku z ograniczeniem innych form rekreacji) i na rynku brakowało rowerów (artykuł o rynku rowerów w maju : [link](#)). **COVID zwiększył dynamikę sprzedaży oraz wzrost realizowanej marży.**

Marża zysku ze sprzedaży po 9 miesiącach 2020 r. wyniosła 28,8% (25,8% rok wcześniej).

EBITDA wyniosła 5,7 mln zł vs. 0,9 mln zł rok wcześniej.



Widać, że wyniki 2020 roku są istotnie lepsze niż w poprzednich latach.

Pozytywny wpływ na wyniki 2020 roku miała pandemia i wzrost popytu na rowery, jednak nie należy tego skoku traktować tylko jako jednorazowy pomijając działania podjęte przez nowy Zarząd po przejęciu 100% akcji przez OPONEO.

W aktywach kluczową pozycją są zapasy (na 30 czerwca 2020 r. - 16 mln zł – 73% aktywów).

Spółka chce większość pozyskanych środków przeznaczyć na zwiększenie zapasów (60-70 mln zł). Czyli zapasy zwiększą się 4-5 krotnie! To jest pewnym wskaźnikiem, jak mocno DADELO chce zwiększać swoją sprzedaż.

Kapitał własny na 30 czerwca 2020 r. wynosił 14,8 mln zł. Zobowiązania 7 mln zł (tylko 32% pasywów).

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

W spółce pracuje 30 osób w tym 17 w centrali i 13 w magazynie. Część prac jest outsourcowana.

Jak widać przy wycenie spółki z IPO (124 mln zł przez emisją) nie kupuje się majątku i tego, co obecnie jest, ale przede wszystkim perspektywy.

Grupa OPONEO

Jedną z najważniejszych wartości Spółki jest przynależność do Grupy OPONEO.

OPONEO to Grupa, która podbiła rynek internetowej sprzedaży opon stając się liderem.

I know-how w zakresie e-commerce chce teraz wykorzystać do zbudowania pozycji rynkowej DADELO.

DADELO jest powiązana mocno z OPONEO osobowo i operacyjnie.

I to historia OPONEO stoi za proponowaną wyceną DADELO w IPO – skoro udało się w OPONEO to również uda się w DADELO.

Grupa OPONEO przejęła DADELO za łącznie 14 mln zł, w tym kupując pakiet 37% akcji w lutym 2019 r.

Po niespełna 2 latach wycenia go na 124 mln zł. Sporo.

DADELO przypomina OPONEO z 2007 roku – wtedy OPONEO miało 64 mln zł przychodu i 4 mln zł zysku netto.

Strategia

Spółka zamierza realizować wzrost sprzedaży w podstawowym segmencie poprzez:

- (i) poszerzenie oferowanego asortymentu przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiej jakości oferowanych produktów,
- (ii) poszerzenie bazy klientów w wyniku konsekwentnego wzrostu satysfakcji klientów z obsługi oraz dalszej budowy renomy Spółki poprzez działania marketingowe,
- (iii) zwiększenie udziału produktów marek własnych w sprzedaży (celem strategicznym Spółki jest zwiększenie udziału marek własnych do poziomu 20% całości sprzedaży w perspektywie średnioterminowej (3-5 lat);
- (iv) w dalszej perspektywie rozszerzenie działalności na nowe rynki geograficzne.

Prezes Ryszard Zawieruszyński podczas konferencji prasowej powiedział ([link](#)):

„Moim celem jest dynamiczne powiększanie sprzedaży, nie tylko dwucyfrowe, ale może nawet trzycyfrowe. To jest cel dla zarządu, załogi. Rynek jest bardzo duży, a nasz udział bardzo mały. I tak jak Oponeo powiększało się o 60-80 proc. przez pierwsze 3-4 lata, taki sam sobie stawiam cel.”

Spółka chce przede wszystkim zwiększać przychody zdobywając rynek nawet kosztem EBITDA.

Widać to też w Programie Motywacyjnym w Spółce :

„Akcje zostaną zaoferowane do objęcia beneficjentom Programu wyłącznie w przypadku **wzrostu rocznych przychodów** wykazanych w zatwierdzonym sprawozdaniu finansowym Spółki o wartość nie

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

mniejszą niż wskazana w regulaminie Programu, **przy zachowaniu wskaźnika EBITDA** na poziomie nie mniejszym niż wskazany w regulaminie Programu”

Jak widać kluczowy jest wzrost przychodów, choć trzeba zachować EBITDA na jakimś akceptowalnym poziomie.

Prognoza

Spółka nie opublikowała prognoza finansowych.

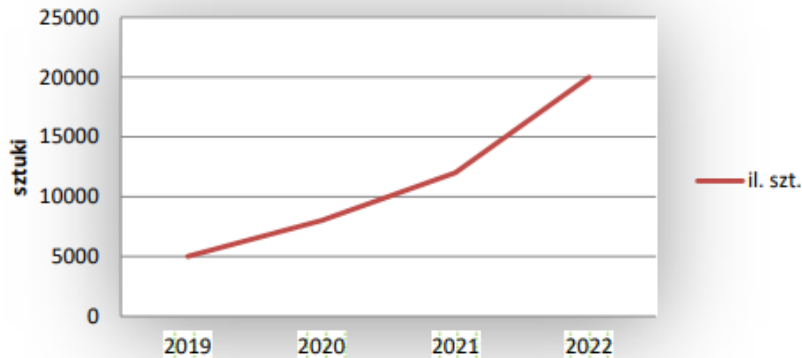
Środki pozyskane z emisji mają być przeznaczone na wzrost zapasów i rozbudowę magazynu.



Pomimo, że spółka nie podała prognozy finansowej to w sprawozdaniu Zarządu za 2019 rok można znaleźć plan sprzedaży rowerów. To sprawozdanie zostało przygotowane 18 marca 2020 r., a więc można je traktować jako wiarygodne bez „upiększeń przed IPO”, ale też bez uwzględniania wpływu pandemii koronawirusa, która wpłynęła na wzrost popytu i poprawiła perspektywy wzrostu całego e-commerce.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Sprzedaż rowerów w okresie 2020-2022



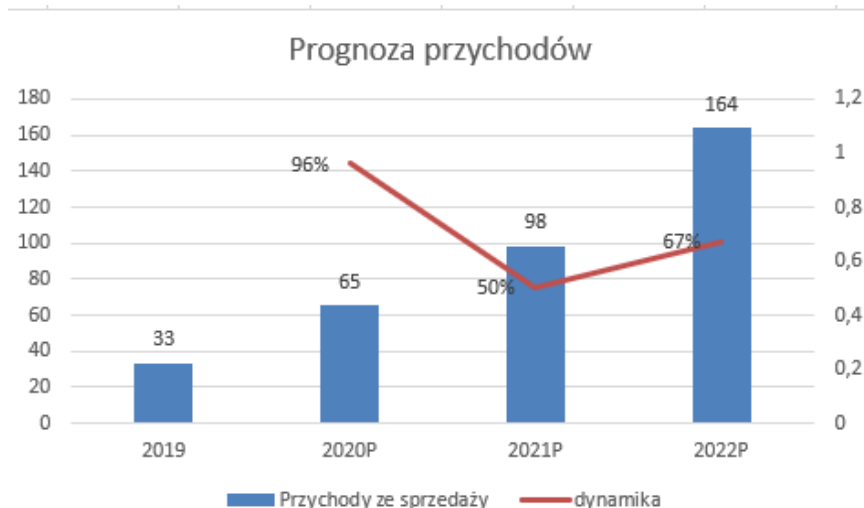
Źródło: DADELO SA – Sprawozdanie Zarządu za 2019 r. - Plan sprzedaży rowerów

Spółka oczekiwała zwiększyć sprzedaż z 5000 sztuk w 2019 r. do 8000 sztuk w 2020 r. (+60%), ok. 12000 sztuk w 2021 r. (+50%) i 20000 sztuk w 2022 r. (+67%).

Widać zatem, że **spółka planowała na początku 2020 r. rosnąć w tempie ok. 60% rocznie.**

Takiego tempa wzrostu przychodów można zatem oczekiwać.

Przychody w 2019 r. wyniosły 33 mln zł, w 2020 r. wyniosą ok. 65 mln zł. Przyjmując powyższe dynamiki dla przychodów to wychodzi w 2021 r. ok. 100 mln zł, i ok.160 mln zł w 2022 r.



Natomiast nie podejmę się prognozowania wyniku Spółki. Po 9 miesiącach 2020 r. rentowność netto to 8% i raczej należy ją traktować jako wysoką biorąc pod uwagę pozytywny wpływ popytu koronawirusowego.

Przy takiej rentowności zysk netto w 2020 r. wyniesie 5,2 mln zł, w 2021 r. 7,8 mln zł i w 2022 r. 13 mln zł. Moim zdaniem jednak te rentowności w kolejnych latach będą niższe.

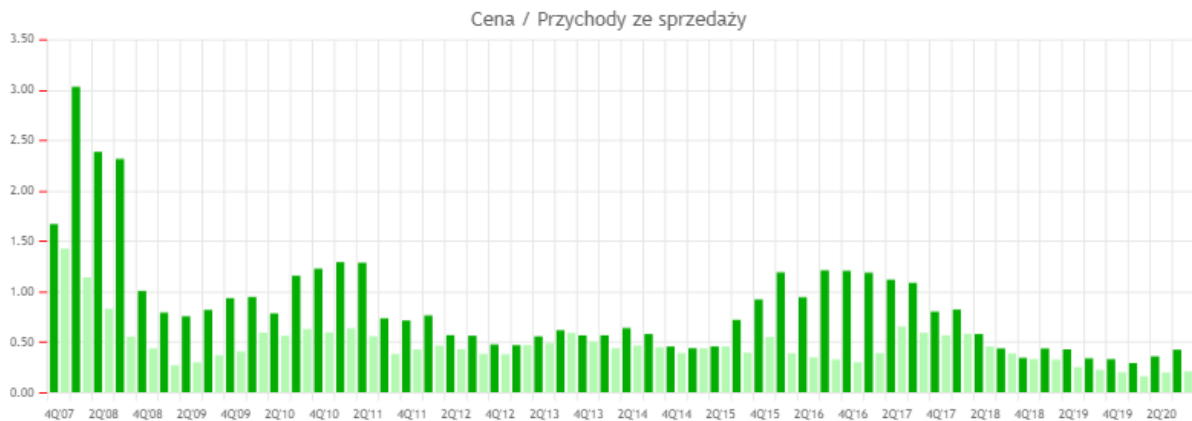
Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.

Wycena przed emisją to 124 mln zł.

Wycena z uwzględnieniem emisji to 206 mln zł.

Obecnie C/P (Cena/Przychody) dla OPONEO wynosi 0,4 (Historycznie od 2009 roku C/P kształtowało się w granicach 0,3-1,3. W 2008 roku po debiucie chwilowo sięgnęło 3).

Historyczne C/P dla OPONEO (dane z BiznesRadar.pl) :



Dla DADELO C/P (prognoza) przy wycenie 206 mln zł wychodzi:

C/P (2020P) = 3,2

C/P (2021P) = 2,1

C/P (2022P) = 1,3

Podsumowanie

DADELO to spółka z ambicjami. Chce dynamicznie rosnąć zdobywając udziały w rozdrobnionym rynku sprzedaży rowerów.

Chce przy tym wykorzystać doświadczenie Grupy OPONEO, do której należy.

W 2020 r. sprzyjała jej pandemia koronawirusa, która wpłynęła na mocny skok popytu, za którym nie nadążała podaż. I choć jest to czynnik jednorazowy to nie traktowałbym obecnych wzrostów tylko jako efekt koronawirusa. Sama spółka już przed epidemią podjęła działania zwiększające sprzedaż.

Na pewno nie jest to spółka typu „VALUE”. To typ „GROWTH”, który ma dynamicznie rosnąć zwiększając liczbę klientów i przychody oraz zdobywając coraz silniejszą pozycję rynkową. A dopiero w przyszłości bazując na posiadanej pozycji generować istotne zyski.

Czy rynek to kupi?

Zapewne inwestorzy indywidualni tak, ale to inwestorzy instytucjonalnie zdecydują o cenie emisyjnej i wydaje mi się, że podana cena 18 zł jest trochę jak rzucona propozycja do negocjacji. Obstawiałbym raczej jej obniżkę.

W końcu Grupa OPONEO (posiadająca 100% DADELO) wyceniana jest na 480 mln zł osiągając przychody ponad 1 mld zł.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych. Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych.